



*Convegni di studio òAdolfo Beria di Argentineò
su problemi attuali di diritto e procedura civile
della Fondazione Centro nazionale di prevenzione e difesa sociale*

XXVIII Convegno di studio su
**UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE
E CONCORRENZA TRA STATI**
Courmayeur, 19-20 settembre 2014
Complesso congressuale e cinematografico
Piazzale Monte Bianco

Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria

PAOLO MONTALENTI
*ordinario di diritto commerciale
nell'Università di Torino*



Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria

SOMMARIO: ó 1. Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti. Direttive, Regolamenti e giurisprudenza Centros: un ossimoro? ó 2. Il diritto societario italiano tra armonizzazione e asimmetrie regolatorie. ó 3. Il diritto dei mercati finanziari. ó 4. Diritto societario armonizzato e interpretazione. ó 5. Diritto societario interno e comparazione. ó 6. Diritto societario europeo: prospettive. ó 7. Diritto italiano e diritto europeo. Un esempio: voto plurimo o premio di fedeltà?

1. Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti.

Direttive, Regolamenti e giurisprudenza Centros: un ossimoro?

Il diritto societario è stato oggetto, in Europa, di un processo intenso e profondo di armonizzazione¹: dalla I Direttiva sulla costituzione della società per azioni alla II Direttiva sul capitale sociale (ora modificata) alla IV e VII direttiva sul bilancio e sul bilancio consolidato, dalla III e VI Direttiva in materia di fusioni e scissioni alla VIII Direttiva sul controllo dei conti, alla X Direttiva sulle fusioni transfrontaliere, i diritti societari nazionali hanno raggiunto un grado apprezzabile di uniformazione anche se, come subito dirò, non poche aree del diritto societario (dalla *corporate governance* ai gruppi) rimangono ancora appannaggio dei diritti municipali.

Queste brevi note non consentono di disegnare, neppure per cenni, un quadro delle omogeneità realizzate, delle convergenze in corso, delle distanze ancora esistenti². Ma volendo ricorrere a mere immagini icastiche ritengo che si possa oggi affermare che il corposo volume di Grundmann, dal titolo *European Company Law*³, è da ritenersi espressione non soltanto di un paradigma dottrinale ma è anche una realtà normativa⁴. Con alcune doverose precisazioni.

Più esattamente infatti il diritto societario europeo deve definirsi un diritto òa tendenza federaleò, nella direttrice segnata dall'art. 100 (ora art. 94) del Trattato, non già un diritto compiutamente uniformato⁵.

Da un lato si deve infatti segnalare che, oltre all'armonizzazione sistematica attuata con le direttive comunitarie, un tentativo di armonizzare anche i sistemi di *governance* è stato

¹ Alcuni argomenti qui trattati sono già stati oggetto di riflessione nel mio scritto *La società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss.; specie §§ 11-13, 422-424.

² Mi limito a segnalare due opere di prossima pubblicazione: AA.VV., *Diritto internazionale privato e diritto europeo delle società*, a cura di M.V. Benedettelli, L. Enriques e M. Lamandini, in *Trattato delle società*, diretto da N. Abriani e G. Ferri jr, ed. Utet; AA.VV., *Il diritto societario europeo*, a cura di P. MONTALENTI, in *Trattato di diritto europeo*, diretto da Ajani-Benacchio, ed. Giappichelli.

³ S. GRUNDMANN, *European Company Law*, 2° ed., Cambridge, Antwerp, Portland, 2012.

⁴ In argomento si vedano sin òora, tra i contributi di carattere generale, AA.VV., *Diritto societario comparato*, a cura di ENRIQUES, Bologna, 2006; AA.VV., *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di PEDERZINI, Torino, 2011; AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di FERRI jr, e M. STELLA RICHTER, Milano, 2010.

⁵ Ho svolto, in argomento, alcune considerazioni, in *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 9 ss.

attuato con il *Regolamento della Società Europea*, che introduce la facoltà di opzione tra modello monistico e modello dualistico di amministrazione e controllo.

E una tendenza all'omogeneizzazione del diritto societario si riscontra anche nella *propensione dei legislatori nazionali ad aperture comparatistiche*. Significativo, ad esempio, l'intervento del legislatore italiano che, con la riforma del diritto societario, ha introdotto, accanto al modello tradizionale, i due sistemi alternativi di *governance*, il sistema dualistico e il sistema monistico. Pur nel quadro di un dibattito acceso e qui certamente non ripercorribile⁶, si ritiene che la scelta, quanto meno di metodo, debba salutarci come favore.

Dall'altro lato, vi sono tuttavia ampi settori del diritto societario rispetto ai quali il processo di armonizzazione si è arenato. Mi riferisco all'azione dello *High Level Group of Company Law Experts* per il raggiungimento del c.d. *level playing field* all'insegna del principio *one share-one vote* non sono seguiti risultati significativi, per cui anche la materia dei gruppi piramidali e dei c.d. *Control Enhancement Mechanisms* (sindacati di voto, voto plurimo, ecc.) è rimasta affidata ai diritti nazionali⁷.

Altra materia che sino ad oggi non è ancora stata oggetto di armonizzazione è quella del *governo societario* in senso stretto: la V Direttiva sui sistemi di amministrazione⁸ è rimasta per oltre vent'anni a livello di progetto ed è stata poi formalmente ritirata, per una ragione, tuttavia, peculiare ed estranea ai problemi che oggi ci occupano e cioè la difficoltà di trovare un ragionevole equilibrio tra armonizzazione e conservazione delle specificità nazionali in tema di partecipazione dei lavoratori agli organi societari (e aziendali) di gestione dell'impresa tema peraltro sempre oggetto di attenzione da parte del legislatore comunitario, quanto meno sotto il profilo dei diritti di informazione dei lavoratori⁹. Significativo ad esempio che una previsione espressa sul punto sia contenuta nello Statuto di Società Europea: vi è da domandarsi se essa non abbia rappresentato una delle ragioni del sostanziale fallimento dell'istituto.

Ed infine anche la materia dei *gruppi di società*, in particolare sotto il profilo della responsabilità della capogruppo se pur oggetto di una proposta di IX Direttiva, è rimasta ancora priva di una disciplina uniformata. Come si dirà poco oltre¹⁰, l'*Action Plan 2015* contiene un'indicazione – per il vero di larga massima – per la codificazione dell'interesse di gruppo ma ad oggi la materia è ancora appannaggio dei legislatori nazionali.

2. Il diritto societario italiano tra armonizzazione e asimmetrie regolatorie.

Alla parzialità dell'armonizzazione si aggiunge la questione del fenomeno, in questo quadro, della concorrenza tra ordinamenti, canonizzata dalla Corte di Giustizia a partire dalla Sentenza Centros.

⁶ Ho trattato il tema in *Il modello dualistico: alta amministrazione e funzioni di controllo tra autonomia privata e regole imperative*, in *Banca Borsa e Titoli di credito*, I, 2008, 689 ss.

⁷ Ho trattato l'argomento in *I mercati finanziari tra libertà d'iniziativa economica e asimmetrie regolamentari*, in questa *Rivista*, 2008, 318 ss., pubblicato, con alcuni aggiornamenti, in P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, cit., 33 ss.

⁸ Cfr. P. MONTALENTI e M. RICOLFI, *La proposta modificata di quinta direttiva comunitaria sulla società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1985, 256.

⁹ Vedi ora in argomento BIASI, *Il nodo della partecipazione dei lavoratori in Italia*, Milano, 2013.

¹⁰ Vedi *infra* § 6.

La decisione nel caso Centros del 1999¹¹ ha segnato un punto di svolta con il passaggio dalla *real seat doctrine* all'*incorporation doctrine*, consolidato con le pronunce successive nel caso Überseering e nel caso Inspire Art.

Ma la giurisprudenza della Corte lascia due questioni aperte: una di diritto vivente e l'altra di interpretazione sistematica.

Le decisioni ricordate lasciano infatti aperta la possibilità per le legislazioni nazionali di vietare condotte qualificabili come *abuso del diritto*, purché le limitazioni non siano discriminatorie, rispondano ad un pubblico interesse, siano efficaci per perseguire l'obiettivo prefissato, non siano sproporzionate negli effetti.

Ho già da tempo segnalato¹² come questa riserva ponga delicati problemi interpretativi sia nel senso di comprendere se le limitazioni debbano essere espresse o possano evincersi dal sistema sia nel senso di individuare quali possano essere gli interessi pubblici idonei a legittimare la limitazione.

Credo che il problema principale si ponga, in concreto, sul terreno della legislazione fiscale e, se pure in subordine, di diritto del lavoro.

Lascio agli esperti di settore la parola in argomento¹³.

Sul piano sistematico si tratta di comprendere se la concorrenza regolatoria stimoli un fenomeno virtuoso di progressivo adeguamento verso le regole maggiormente apprezzate dalle imprese e dal mercato o se induca invece derive pericolose di *race for the bottom*.

In un quadro di concorrenza limitata, in quanto comunque astretta dal sistema delle direttive, e non già di concorrenza selvaggia secondo modelli ispirati alle teorie – poi in parte ripudiate – di Easterbrook e Fishel, ritengo che il fenomeno possa produrre piuttosto effetti positivi.

Il caso del voto plurimo ne è, a mio avviso, una riprova.

L'ordinamento italiano sconta peraltro uno svantaggio da asimmetria regolamentare. Alludo al tema, appunto di particolare attualità, del *voto plurimo*. Lo è il istituto, oggetto di divieto nel nostro ordinamento dal Codice di Commercio, al Codice Civile del 1942 alla riforma del diritto societario o in cui ha costituito l'ultimo baluardo nel processo di detipizzazione del titolo azionario o è vigente, per contro, in molti ordinamenti, anche europei, dalla Francia, all'Olanda, ai paesi scandinavi. Lo strumento merita quindi un'attenta riflessione non solo per le recenti applicazioni che hanno attirato l'attenzione anche della stampa non specializzata ma perché ampiamente diffuso¹⁴ e anche perché, come ebbi a segnalare a suo tempo¹⁵ e come oggi un accurato studio della Consob¹⁶ ci

¹¹ Per una rivisitazione della materia con puntuali riferimenti alle decisioni successive ricordate nel testo di vedano *ex multis* J. ARMOUR, W.G. RINGE, *European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis* in *Common Market Law Review*, 48: 125-174, 2011.

¹² Cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Tratt. Cottino*, Padova, 2004, 11 ss.

¹³ Si veda sul primo profilo L. SALVINI, *Diritto societario: profili tributari*, in AA.VV. *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Atti del Convegno di Courmayeur 20-21 settembre 2013, in corso di stampa.

¹⁴ Si segnalano i casi Ford, Vuitton, Google, Amazon, Facebook oltre alla recente opzione olandese di Fiat-Chrysler: cfr. B. BERTOLDI, *Come si può (e perché) pesare le azioni oltre a contarle*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 febbraio 2014, 16.

¹⁵ P. MONTALENTI, *Società per azioni*, cit., 33 ss..

¹⁶ CONSOB, *La deviazione dal principio d'un'azione-un voto e le azioni a voto multiplo*, a cura di S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Ermo, N. Linciano, in *Quaderni giuridici*, n. 5, gennaio 2014.

conferma, è un terreno su cui la concorrenza ineguale rischia di creare asimmetrie nel funzionamento dei mercati.

Il d.l. 91/2014 ha inteso superare, se pur parzialmente, come vedremo¹⁷, questa asimmetria introducendo lo istituto, tuttavia non equivalente, del premio di fedeltà per le società quotate; la legge di conversione ha ammesso le azioni a voto plurimo, come categoria, nelle società non quotate ma anche in quelle di nuova quotazione. Come si dirà, con disparità difficilmente giustificabili.

In conclusione, pur con i limiti in settori non certo marginali – si pensi ai sistemi di amministrazione e controllo e ai gruppi – nonché nel quadro delle asimmetrie ora segnalate, si può affermare che il diritto societario nei diversi ordinamenti europei ha raggiunto un grado apprezzabile di uniformità per cui può, a buon diritto, ritenersi che il sintagma *diritto societario europeo* sia una formula espressiva di contenuti normativi e effettivi e non una mera aspirazione programmatica.

3. Il diritto dei mercati finanziari.

Il diritto dei mercati finanziari ha stentato maggiormente ad imboccare la strada dell'armonizzazione. È vero che negli ultimi anni (dopo le direttive Eurosim che hanno introdotto definitivamente il modello anglosassone che vede il mercato mobiliare come scelta imprenditoriale e non come prodotto dell'atto di autorità) con le direttive sull'*insider trading* (28 gennaio 2003, n. 2003/6 e ora), la direttiva sul *prospetto* (4 novembre 2003, n. 2003/71), la direttiva *MiFID* (*Markets in Financial Instruments Directive*), la direttiva *Transparency* (15 dicembre 2004, n. 2004/109) ed infine la direttiva *Opa* (21 aprile 2004, n. 2004/25), un considerevole cammino è stato fatto.

E venendo agli interventi più recenti si devono segnalare i provvedimenti normativi emanati in materie di centrale rilievo quali le *agenzie di rating* e le *sanzioni in caso di abusi di mercato*.

Mi limito – per necessità di sintesi – a ricordare la riforma del Regolamento (CE) n. 1060/2009, approvata con la Direttiva 2013/14/UE del 21 maggio 2013, che ha attribuito all'ESMA la vigilanza sulle agenzie di *rating* e introdotto disposizioni innovative in materia di responsabilità civile delle stesse¹⁸.

Si pensi ancora alla Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, al Regolamento (UE) N. 596/2014 del 16/04/2014, relativo agli abusi di mercato e, soprattutto, la Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato, che dovrebbe consentire di distinguere con chiarezza reati e illeciti amministrativi in questa delicata materia¹⁹.

È anche vero però che il processo di armonizzazione è complesso e ancora parziale: si pensi alla XIII direttiva sull'*opa* e al compromesso in tema di reciprocità operante anche in ambito europeo e non soltanto nei confronti di altri ordinamenti come l'ordinamento

¹⁷ Vedi infra § 7.

¹⁸ Ho dedicato all'argomento alcune considerazioni, anche con rilievi critici, nello scritto *Le agenzie di rating: appunti*, pubblicato nell'ampio volume AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014.

¹⁹ Dobblio il riferimento al caso Grande Stevens, su cui si veda l'ampio saggio di M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, 693 ss.

nordamericano dove, in effetti, lo spazio per le tecniche difensive attuate non già dall'assemblea bensì dal *Board*, è amplissimo.

E la crisi finanziaria ha messo in luce quanto complesso sia l'obiettivo di una maggiore uniformazione in particolare sul piano di una regolazione sovranazionale dei mercati: il traguardo di un'Autorità Europea di Vigilanza sui Mercati finanziari non è raggiunto, anche se un passo significativo è stato compiuto sul piano del coordinamento tra Autorità di vigilanza nazionali.

Più avanzato il processo di uniformazione in materia bancaria²⁰, dove la vigilanza centralizzata nella Banca Centrale Europea, pur con la collaborazione delle Banche Centrali nazionali, sarà a breve realtà operativa.

E un notevole impulso all'armonizzazione è stato impresso, nelle società quotate, dai *Codici di Autodisciplina*: una conferma del ruolo tutt'altro che marginale, come invece qualcuno, in particolare Guido Rossi, ha ritenuto²¹.

4. Diritto societario armonizzato e interpretazione.

Può dirsi anche consolidato, nel corso del tempo, un orientamento condiviso sul rapporto tra diritto comunitario e diritti nazionali e sull'interpretazione del diritto societario armonizzato²².

Applicazione diretta delle norme europee ó regolamenti e direttive di univoca interpretazione ó e self-restraint degli ordinamenti nazionali, priorità del diritto europeo anche sul diritto costituzionale interno, obbligo di interpretare la legge nazionale nel modo più conforme alla direttiva, sono principi consolidati nella giurisprudenza comunitaria e nella giurisprudenza costituzionale italiana.

Sul terreno dell'interpretazione può condividersi l'idea che le norme interne armonizzate acquistano una rigidità e una valenza diversa da quelle che si è soliti attribuire alle leggi ordinarie²³, che sussista il primato dell'interpretazione che resta più fedele al testo della direttiva, e che prevalga pertanto, nell'interpretazione delle norme armonizzate, il criterio teleologico, rispetto, ad esempio, al criterio sistematico interno.

Più incerto, a mio parere, invece il rapporto tra i diritti nazionali e quindi il ruolo della comparazione.

²⁰ Vedi ora, per una prima informativa, CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013.

²¹ Rinvio, sul punto, a quanto ho scritto in *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in AA.VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2010, 437 ss., ora anche in P. MONTALENTI, *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, cit., 1 ss.

²² I paragrafi 4 e 5 sono tratti da P. MONTALENTI, *La società per azioni a dieci anni dalla riforma*, cit. E' qui d'obbligo il riferimento al pregevole saggio di M. LUTTER, *Die Auslegung angeglichenen Rechts*, in *Juristen Zeitung*, 1992, 593ss. e all'ottimo lavoro di R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nell'Unione Europea*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 1996, 487 ss.

²³ Così R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nell'Unione Europea*, in *Contratto e Impresa/Europa*, 1996, 490; e già F. DENOZZA, *Le società*, in *I cinquant'anni del codice civile*, Atti del Convegno di Milano 4-6 giugno 1992, vol. I, Milano, 1993, 321 ss. Così anche S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in questa *Rivista*, 1994, 426 ss., specie, 432.

5. *Diritto societario interno e comparazione.*

La comparazione quale strumento di interpretazione del diritto commerciale e del diritto societario trova un primo, generale, fondamento nella naturale transnazionalità di questo segmento dell'ordinamento.

Assunto consolidato dal tempo dei maestri del secolo passato che non richiede particolari argomentazioni.

Per una circoscrizione più puntuale dei termini e del metodo di utilizzazione del materiale comparatistico ai fini della lettura del diritto interno, qualche precisazione è opportuna.

In un recente scritto²⁴ Portale ha autorevolmente sostenuto ó sulla scia di opinioni già formulate in dottrina²⁵ ó la legittimità di utilizzare il diritto straniero sia come (i) strumento di interpretazione e ricostruzione del diritto interno sia come (ii) strumento per colmare le lacune del sistema.

Credo che l'assunto sia condivisibile, ma in forma gerarchicamente graduata.

Il diritto straniero può essere utilizzato in *forma diretta* quando è fonte di ispirazione di una norma comunitaria attuata in altro ordinamento: penso, ad esempio, al divieto di assistenza finanziaria, che trae fonte ispiratrice dal diritto inglese²⁶.

Il diritto straniero può essere applicato in *forma attenuata* per interpretare norme non armonizzate ma di puntuale derivazione da istituti stranieri: penso, ad esempio, alla persona giuridica amministratore di società, espressamente disciplinata nel diritto francese o all'esclusione del socio nella s.r.l. istituto disciplinato nel diritto spagnolo.

Non ritengo invece condivisibile la tesi, elaborata da Pizzorusso e condivisa da Portale, secondo cui il diritto straniero può svolgere una funzione diretta per colmare le lacune in forza di un *diritto transnazionale* che esprimerebbe i principi giuridici fondamentali suscettibili di essere accettati nei diversi ordinamenti.

L'applicazione di principi generali ó correttezza e buona fede, parità di trattamento, abuso della persona giuridica ecc. ó è operazione ermeneutica ben diversa dall'utilizzo del diritto straniero per colmare il diritto interno.

Due esempi: ben può ricorrersi alla giurisprudenza in tema di *Durchgrift* o di *lifting the corporate veil* per risolvere problemi in tema di abuso della personalità giuridica.

Quanto invece all'obbligo di prevedere in statuto gli atti obbligatoriamente soggetti all'autorizzazione del consiglio di sorveglianza nel modello dualistico, non credo che esso possa ritenersi sussistente, come afferma, se bene intendo, Portale, in applicazione del 111, Abs 4, AktG; soltanto un intervento legislativo, che ho, peraltro, da tempo anch'io auspicato, potrebbe colmare la lacuna.

La tesi qui confutata conduce infatti, a mio parere, ad un rischio di arbitrio ermeneutico non facilmente controllabile.

6. *Diritto societario europeo: prospettive.*

²⁴ G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in questa *Rivista*, 2013, 325 ss.

²⁵ Si vedano, nello scritto di Portale, i puntuali riferimenti.

²⁶ Riscontra invece una rinazionalizzazione del diritto R. WEIGMANN, op. ult. cit.

Armonizzazione o concorrenza tra ordinamenti?

Ritengo che anche dopo il caso Centros (e la successiva giurisprudenza comunitaria) prevalga l'armonizzazione, non tanto o non solo nel senso di una omogeneizzazione quantitativamente prevalente, quanto piuttosto perché anche la concorrenza regolamentare è uno stimolo alla uniformazione. La riforma della *GmbH* in Germania è una conseguenza della *regulatory competition* attuata con il ricorso da parte delle imprese tedesche alla *Limited company* per fruire del vantaggio consistente nell'assenza di limiti minimi al capitale sociale.

A mio parere il fenomeno più significativo è la progressiva osmosi tra diritti nazionali che si realizza (i) attraverso l'armonizzazione delle direttive, (ii) la giurisprudenza della Corte di giustizia (iii) l'impiego del diritto comparato nell'interpretazione della norma interna, nei termini (e nei limiti) sopra precisati e (iv) l'adeguamento spontaneo dei diritti nazionali a regole e principi affini.

Si è spesso denunciata una subordinazione del diritto italiano ai modelli stranieri.

Nel prossimo futuro potremmo assistere ad un'inversione.

Nell'*Action Plan 2013-2015* si prevede l'introduzione di una direttiva in materia di gruppi di imprese mirata, essenzialmente, a trovare un punto di equilibrio codificato tra la legittimazione del perseguimento di un interesse di gruppo e la protezione dell'interesse sociale (e in particolare degli azionisti esterni e dei creditori) delle singole società.

A fronte di discipline straniere sostanzialmente silenti, arricchite da qualche spunto giurisprudenziale o penso alla c.d. dottrina Rozenblum in Francia o la regolamentazione italiana dell'abuso di direzione unitaria incentrata sul c.d. criterio dei vantaggi compensativi²⁷ potrebbe rappresentare un significativo punto di riferimento.

Per converso sul terreno dell'armonizzazione diretta o un affinamento o come ho chiarito o dei sistemi dualistico e monistico, alla luce dei modelli angloamericani e renano, potrebbe rappresentare una tappa non irrilevante nel processo di globalizzazione delle regole che nell'Unione Europea ha registrato consistenti sviluppi e nel quale positivamente la riforma del diritto societario si inserisce.

Per ora il legislatore comunitario sembra indirizzato verso altri obiettivi.

Mi limito a segnalare la proposta di Direttiva della Commissione del 10 aprile 2014, relativa alle Società a responsabilità limitata con un unico socio e la proposta di Direttiva che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti nonché la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione del governo societario.

La proposta per l'introduzione della *Societas Unius Personae* (SUP), semplificata nel capitale sociale (di almeno 1 EUR), con decisioni del socio unico tassativamente indicate

²⁷ Sia consentito il rinvio alla proposta che ebbi a formulare, in via interpretativa, prima della riforma; suggerimento poi accolto dal legislatore: *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995, vol. III, Milano, 1996, 1627 ss., pubblicato anche in *Giur. comm.*, 1995, I, 710-736; tesi sviluppata in seguito in *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss.. In argomento si vedano, per tutti: U. TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010; G. SBISA (a cura di), *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2012.

ma con diritto di istruzione agli amministratori e amministrazione senza particolari vincoli può essere un utile strumento e per l'esercizio dell'impresa individuale a responsabilità limitata e come società infragruppo²⁸.

La seconda può rappresentare un utile strumento per favorire una più efficace dialettica tra investitori istituzionali e amministratori ad incentivare quindi strategie di investimento *long term oriented*, fonte di potenziale stabilità per l'impresa e quindi di una gestione più efficiente, che corrisponde del resto anche all'orientamento attuale di diversi investitori professionali²⁹.

7. *Diritto italiano e diritto europeo. Un esempio: voto plurimo o premio di fedeltà?*

Come si è osservato, pur nel processo di detipizzazione generalizzata dell'azione operata dalla riforma del diritto societario, il tabù del voto multiplo, di origine ottocentesca non è stato scalfito.

Probabilmente anche a seguito delle scelte di delocalizzazione di importanti gruppi italiani – il riferimento al caso Fiat è d'obbligo – il legislatore italiano ha ritenuto di intaccare il principio.

Il percorso seguito dal legislatore è mutato dal decreto legge alla legge di conversione.

Originariamente il d.l. 24 giugno 2014 n. 91 all'articolo 20 si era limitato – inserendo nel t.u.f. l'art. 127-*quinquies* – ad introdurre la maggiorazione del voto, cioè la possibilità di attribuire statutariamente un premio di fedeltà – in ragione di un «massimo di due voti» – per chi detenesse le azioni per almeno 24 mesi dall'inserimento in apposito elenco.

La legge di conversione – L. 11 agosto 2014, n. 116 – ha confermato che la maggiorazione del voto non attribuisce alle azioni la caratteristica di «categoria speciale» ma per le società non quotate ha consentito – con la modifica dell'art. 2351 – «la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative» con «un massimo di tre voti³⁰».

L'innovazione più significativa, rispetto al decreto legge, consiste nella possibilità di mantenere le caratteristiche delle azioni a voto plurimo anche in caso di quotazione qualora esse siano «emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato».

L'istituto può in effetti favorire la quotazione di medie di imprese riconoscendo al gruppo di controllo un premio – in termini voto maggiorato – a compensazione della messa a disposizione del mercato di un patrimonio imprenditoriale creato dalla iniziativa ideale, industriale e finanziaria dei fondatori. Perché consentirlo soltanto per le società di nuova quotazione e non lasciare al mercato la valutazione della convenienza di un investimento

²⁸ Si veda il commento di C. MALBERTI, *La proposta di direttiva sulla Societas Unius Personae: una nuova strategia per l'armonizzazione del diritto societario europeo?*, in *Riv. soc.*, 2014, 848 ss.

²⁹ Si pensi ad esempio alla recente strategia di investimento di Blackrock in importanti società italiane (Telecom Italia, Intesa SanPaolo ecc.)

³⁰ Mi ero espresso per una piena legittimazione dell'istituto in *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: proposte di restyling*, in *NDS, Italia Oggi*, n. 11/2014, pp. 7-16

TESTO PROVVISORIO

destinato a rimanere di carattere finanziario lasciando il potere ai fondatori? Non si rischia di creare una frattura tra società quotate?

Il progressivo appannarsi del principio del *market egalitarianism* come fondamento dell'opa obbligatoria, probabilmente perché si è implicitamente ammesso che la spartizione del premio di controllo con chi non ha contribuito alla sua formazione non può essere considerato un valore assoluto, pare a me un valido argomento per consentire la creazione di categorie di azioni a potere rafforzato.

Il mercato è in grado di valutare.